

钢研高纳 (300034)

2022年中报点评：成本上涨盈利短期承压，产业链延伸带来发展新动能

报告摘要

◆ 事件：

公司8月23日公告，2022H1年营收11.41亿元(+37.53%)，归母净利润1.25亿元(-29.22%)，扣非归母净利润1.18亿元(-26.11%)；毛利率27.81%(-4.53pcts)，净利率11.28%(-11.69pcts)。同时，2022Q2营收6.19亿元，同比+29.00%，环比+18.58%；归母净利润0.63亿元，同比-47.49%，环比+3.28%。

投资要点：

◆ 营收保持较高增速，原材料上涨对毛利率造成冲击，投资收益同比大幅减少影响业绩

2022H1，公司营收11.41亿元(+37.53%)，保持了较高的增速，毛利率27.81%(-4.53pcts)，持续下行。公司归母净利润1.25亿元(-29.22%)，扣非归母净利润1.18亿元(-26.11%)，同比均有所下滑。2022Q2，公司营业收入6.19亿元(+29.00%)，单季度收入创新高，但同时，毛利率26.77%(-5.51pcts)，净利率10.28%(-17.04pcts)，净利润率下滑较为明显。

一方面，公司主要原材料为镍、铬、钴等有色金属，原材料成本在公司产品成本构成中所占比重60%左右，部分产品超过70%。自2021Q3以来，镍价格持续走高，虽进入2022Q2后逐步回落，但仍旧高于去年同期，对毛利率造成了冲击。另一方面投资收益同比减少0.53亿元，且投资收益体现在去年第二季度，对净利润也产生了一定的影响。2022H1投资收益为-0.05亿元；去年同期公司投资收益为0.48亿元，该投资收益主要为联营企业青岛高纳科技有限公司发放的现金股利或利润。

报告期内，公司期间费用率13.64%(-0.87pcts)，其中销售费用率1.19%(-0.32pcts)，管理费用率7.12%(-1.08pcts)，随着公司经营规模增加，规模效应初步显现，销售费用率及管理费用率逐步下降。财务费用率0.96%(+0.29pcts)，研发费用率4.36%(+0.24pcts)，保持相对平稳。

投资评级

买入

维持评级

2022年08月24日

收盘价(元): 46.90

目标价(元): 55.00

公司基本数据

总股本(百万股)	485.96
总市值(百万)	24,890.72
流通股本(百万股)	453.17
流通市值(百万)	23,211.33
12月最高/最低价(元)	61.23/24.18
资产负债率(%)	44.41
每股净资产(元)	6.13
市盈率(TTM)	98.33
市净率(PB)	8.35
净资产收益率(%)	4.18

股价走势图



作者

张超 分析师
SAC执业证书: S0640519070001
联系电话: 010-59219568
邮箱: zhangchao@avicsec.com

方晓明 研究助理
SAC执业证书: S0640120120034
联系电话: 010-59562523
邮箱: fangxm@avicsec.com

相关研究报告

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

截至 6 月底，公司存货 11.31 亿元（+31.80%），其中原材料 2.00 亿元、在产品 4.26 亿元、库存商品 2.16 亿元，发出商品 2.73 亿元，存货规模增速较快，主要是公司为军品保供实施原材料战略储备。合同负债 1.06 亿元（+58.91%）。

◆ **铸造高温合金稳步增长；变形高温合金、新型高温合金取得新进展，业务快速放量**

公司产品包含三类：铸造高温合金制品、变形高温合金制品及新型高温合金制品。

① **铸造高温合金**

2022H1，公司铸造高温合金制品营业收入 6.04 亿元（+17.28%），毛利率 23.73%（-6.56pcts）。铸造高温合金主要包括高温合金母合金、精铸件、高温合金叶片。其中公司高温合金母合金可生产包括等轴晶、定向凝固、单晶合金在内的几十种牌号。精铸件产品有小型涡喷、涡扇发动机整铸涡轮转子、导向器类铸件；大型涡扇发动机结构件；商用大涵道比涡扇发动机机匣结构件。高温合金叶片包括高温合金定向凝固叶片、高温合金单晶叶片、等轴晶高温合金叶片等。

在铸造高温合金领域，公司承接了多家主机厂和设计所多种新产品的研发任务。如在某大尺寸型号单晶合金及涡轮叶片上突破核心制备工艺，具备批量交付生产能力；实现多种涡轮铸件批产交付任务，推动大尺寸薄壁精密铸造技术向前发展。公司拥有 AS9100D 体系、CNAS 认证，建立了独立的质量体系，布局近乎全部的在研及批产航空发动机型号。

② **变形高温合金**

变形高温合金实现营业收入 3.58 亿元（+80.58%），毛利率 20.56%（-0.94cts）。变形高温合金主要包括高温合金盘锻件、棒材、板材、燃烧室用高温合金环件、高均质涡轮盘等。

公司拳头产品 GH4169 系列合金产品通过合金技术提升，推动产品质量提升，提高了市场占有率，再创交付新高。同时对新产品和新业务进行了重点投入和开发，新产品成果转化效益显著，某型号合金涡轮盘锻件实现小批量生产，对未来变形合金产品多样化打下良好的基础。近年来随着生产条件的布局加强，将进一步提升批产交付能力。

③ **新型合金**

新型合金制品营业收入 1.63 亿元（+42.88%），毛利率 55.77%（-4.12pcts），为公司近年来增速较快，毛利率较高的业务。公司新型合金包

括粉末高温合金制品、Ti₂AlNb 金属间化合物、氧化物弥散强化 (ODS) 高温合金等。

粉末高温合金领域，公司研制成功的 FGH4091、FGH4095、FGH4096、FGH4097、FGH4098 等粉末高温合金盘锻件满足了国家多个重点型号航空发动机的设计和应用需求。随着粉末高温合金市场需求快速增长，型号需求开始放量。FGH4097 高压涡轮盘在某盘件国产化招标中竞标第一，近年来又在 FGH4096 和四代粉末盘制备技术上取得重大突破，为未来粉末高温合金的批量生产提供了保障。

Ti₂AlNb 金属间化合物完成 Ti₂AlNb 棒料制粉工作，拓展 Ti₂AlNb 锻件在涡轴发动机领域的应用，同时积极开拓变形 TiAl 合金领域。

氧化物弥散强化 (ODS) 高温合金是采用纳米氧化物对合金基体进行强化的一类特殊高温合金，具有优异的高温强度和抗氧化耐腐蚀性能。公司完成 ODS 合金生产扩产项目，解决了篦齿环供应瓶颈问题，建立了我国第一条完整的氧化物弥散强化高温合金生产线。

此外，公司积极储备 3D 打印技术在材料开发、母合金、制粉、打印、热等静压、检测等全链条技术能力，为未来 3D 打印在航空航天领域的快速放量打下基础。

◆ 河北德凯高速增长，盈利提升；新力通出现阶段性亏损

2021 年，公司将铸造高温合金和轻质合金并入河北德凯，河北德凯 2022H1 营业收入 4.15 亿元 (+119.58%)，净利润 0.63 亿元 (+65.79%)，实现了高速增长。

青岛新力通主要生产石化、冶金、玻璃、热处理等行业所用的裂解炉炉管和转化炉炉管等产品，广泛用于石油化工和冶金行业，为 2018 年度并购而来。2022H1 年实现营收 2.35 亿元 (+0.43%)，净利润-0.19 亿元（去年同期为盈利 0.28 亿元），新力通出现阶段性亏损。

◆ 携手航发动力设立西安钢研，开辟航发主机厂与核心战略供应商深度合作新模式，贴近客户升级配套产能

2022 年 6 月 24 日，西安钢研高纳航空部件有限公司成立大会暨航空部件项目入区签约仪式成功举办。西安钢研高纳航空部件有限公司是钢研高纳与航发动力共同设立，其中钢研高纳出资 7476.69 万元，持股比例 67.79%；航发动力以其部分资产出资 3523.31 万元，持股比例的 32.03%。

此次合作开辟了航发主机厂与核心战略供应商深入合作的新模式；核心战略供应商贴近客户升级配套产能，将为航空发动机供应链的补链、强链做出贡献，实现双赢局面。

◆ 设立四川钢研，产业链延伸，开展盘锻件和环形件能力建设

2022年6月8日公告，公司以自有资金设立德阳市钢研高纳锻造有限责任公司（暂定名）。2022年7月28日，钢研高纳德阳项目奠基仪式暨四川钢研高纳锻造有限责任公司揭牌暨仪式在德阳经开区举行。

钢研高纳德阳项目主要为钢研高纳航空航天盘锻件生产线与环形件中试线项目；涵盖盘锻件生产线与环形件中试线两条智能化、自动化生产线。其中盘锻件生产线主要产品为航空发动机盘锻件等，建成达产后将形成航空发动机盘锻件等产品的批量化生产供应能力，可保障我国先进航空发动机用难变形高温合金等制品的制备技术要求，促进国产航空发动机核心部件产业化水平的有效提升。

环形件中试线主要面向航空航天发动机领域的环锻件产品，开展关键技术装备和先进新材料技术与制造工艺集成应用，打造科研生产一体化的产业化平台，进而推动环锻件产品的质量稳定性和服役可靠性不断提升。

投资建议：

① 2022H1，公司营收保持较高增速，原材料上涨对毛利率造成冲击，投资收益同比大幅减少影响业绩。随着镍价的逐步回落，且公司通过储备部分原材料，提升成材率、合格率，实现降本，毛利率有望回升。

② 铸造高温合金稳步增长，布局近乎全部的在研及批产航空发动机型号。在变形高温合金领域，拳头产品 GH4169 系列合金产品通过合金技术提升，推动产品质量提升，提高了市场占有率，再创交付新。多种新型高温合金，如粉末高温合金取得新进展，业务快速放量。

③ 携手航发动力设立西安钢研，开辟航发主机厂与核心战略供应商深入合作新模式，贴近客户升级配套产能，将为航空发动机供应链的补链、强链做出贡献，实现双赢局面。

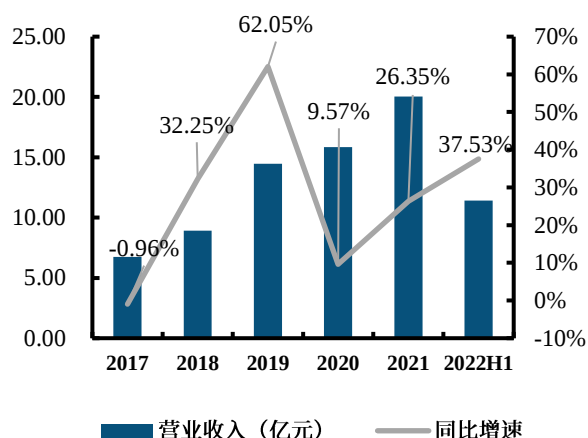
④ 设立四川钢研，产业链延伸，开展钢研高纳航空航天盘锻件生产线与环形件中试线项目；涵盖盘锻件生产线与环形件中试线两条智能化、自动化生产线，迎接下游需求放量。

基于以上观点，我们预计公司 2022-2024 年的营业收入分别为 27.37 亿元、35.86 亿元和 47.76 亿元，归母净利润分别为 3.76 亿元、4.91 亿元及 6.76 亿元，EPS 分别为 0.77 元、1.01 元、1.39 元；我们维持买入评级，目标价 55 元。

风险提示：原材料波动导致毛利率下滑的风险；宏观环境波动导致市场需求下降等。

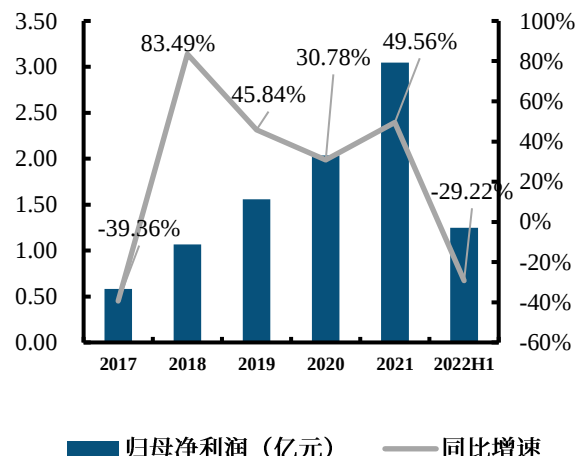
财务数据与估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1584.95	2002.63	2737.48	3586.43	4776.12
增长率（%）	9.57	26.35	36.69	31.01	33.17
归母净利润（百万元）	203.66	304.60	375.76	491.28	675.82
增长率（%）	30.78	49.56	23.36	30.74	37.56
毛利率（%）	34.60	28.18	29.15	30.35	31.49
每股收益（元）	0.42	0.63	0.77	1.01	1.39
市盈率 PE	111.91	74.82	60.65	46.39	33.72
市净率 PB	10.13	8.01	7.34	6.61	5.82
净资产收益率 ROE（%）	9.05	10.70	12.10	14.25	17.26
资料来源：IFIND，中航证券研究所					

图1 公司营业收入及增速情况



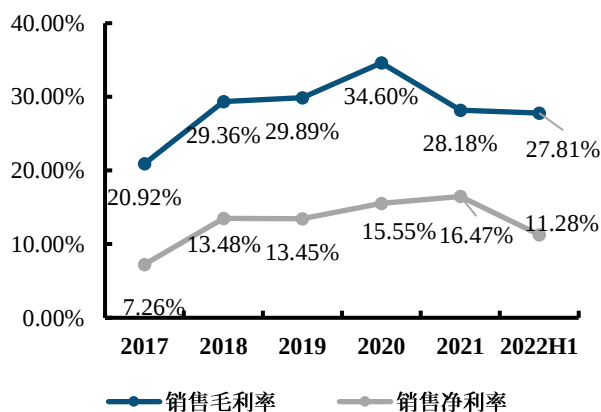
资料来源：WIND，中航证券研究所

图2 公司归母净利润及增速情况



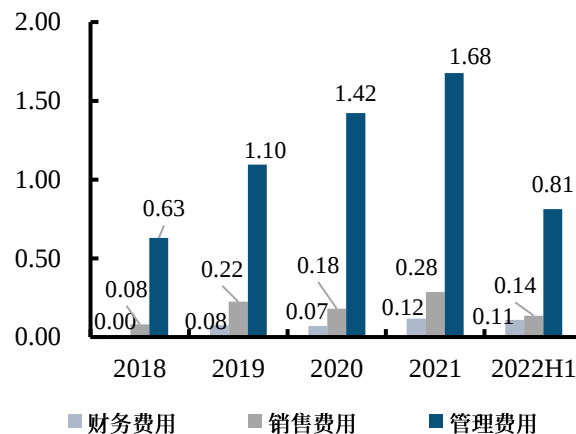
资料来源：WIND，中航证券研究所

图3 公司毛利率及净利率情况



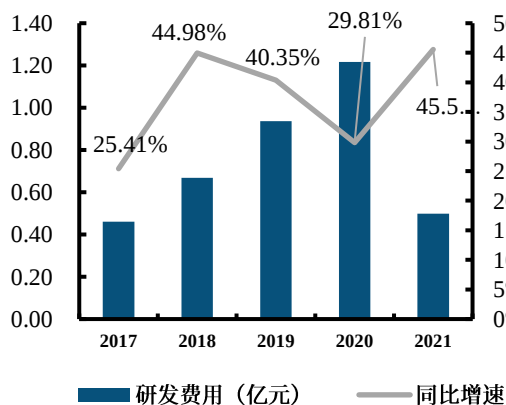
资料来源：WIND，中航证券研究所

图4 公司三费情况（单位：亿元）



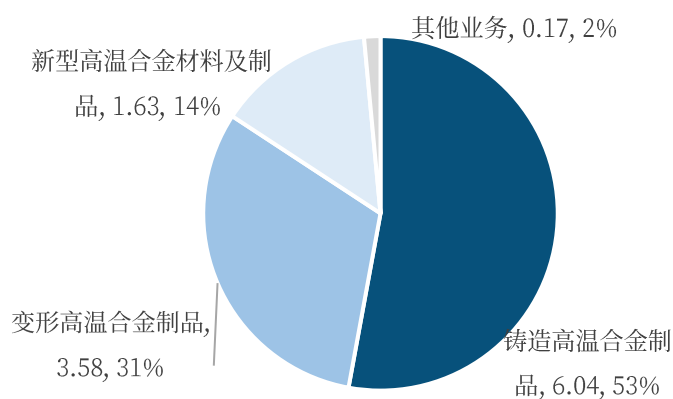
资料来源：WIND，中航证券研究所

图5 公司研发费用及增速情况



资料来源：WIND，中航证券研究所

图6 公司业务结构构成（2022H1）（单位：亿元）



资料来源：WIND，中航证券研究所

报表预测				
利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2002.63	2737.48	3586.43	4776.12
营业成本	1438.21	1939.55	2498.08	3272.27
税金及附加	14.24	23.04	28.89	37.45
销售费用	28.48	27.37	35.86	47.76
管理费用	167.60	205.31	258.22	339.10
研发费用	121.65	117.71	161.39	214.93
财务费用	11.76	16.28	11.47	9.81
资产减值损失	-1.19	-5.07	-5.46	-5.68
信用减值损失	2.45	-8.10	8.45	-9.76
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	59.98	65.07	17.30	17.30
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	3.61	1.59	1.59	1.59
其他收益	73.02	38.18	38.18	38.18
营业利润	358.56	499.88	652.55	896.43
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	358.36	496.58	649.25	893.13
所得税	28.43	54.50	71.26	98.02
净利润	329.93	442.08	578.00	795.10
少数股东损益	25.33	66.32	86.71	119.29
归属母公司股东净利润	304.60	375.76	491.28	675.82
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	558.61	466.25	430.94	477.61
应收票据及账款	1701.83	2239.97	2934.63	3908.10
预付账款	42.05	52.61	68.92	91.78
其他应收款	11.73	21.34	27.96	37.24
存货	857.98	1065.12	1371.84	1796.99
其他流动资产	51.25	32.37	42.41	56.47
长期股权投资	184.64	246.64	260.87	275.10
固定资产	845.01	727.05	606.41	483.09
在建工程	102.62	85.52	68.41	51.31
无形资产	178.08	149.26	120.26	91.09
长期待摊费用	16.48	8.24	0.00	0.00
其他非流动资产	524.40	517.86	511.33	504.79
资产总计	5074.70	5612.22	6443.98	7773.58
短期借款	9.10	0.00	0.00	138.69
应付票据及账款	1048.41	1284.91	1654.92	2167.80
其他流动负债	368.84	453.86	586.92	771.84
长期借款	419.32	317.98	219.85	125.82
其他非流动负债	161.53	161.53	161.53	161.53
负债合计	2007.20	2218.28	2623.22	3365.68
股本	485.96	485.96	485.96	485.96
资本公积	1259.73	1259.73	1259.73	1259.73
留存收益	1100.70	1360.83	1700.93	2168.78
归属母公司权益	2846.39	3106.52	3446.62	3914.47
少数股东权益	221.11	287.43	374.15	493.43
股东权益合计	3067.50	3393.95	3820.76	4407.90
负债和股东权益合计	5074.70	5612.22	6443.98	7773.58
现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	39.30	156.47	226.71	221.03
投资活动现金流净额	-268.64	-6.48	-1.24	-1.24
筹资活动现金流净额	420.55	-242.35	-260.78	-173.12
现金流量净额	191.11	-92.36	-35.31	46.67

资料来源：IFIND，中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券军工团队: 规模 20 余人, 为资本市场最大的军工研究团队, 依托于航空工业集团强大的军工央企股东优势, 以军工品质从事军工研究, 以军工研究服务军工行业, 力争前瞻、深度、系统、全面, 覆盖军工行业各个领域, 服务一二级市场, 同军工行业的监管机构、产业方、资本方等皆形成良好互动和深度合作。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告并非针对意图发送或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637